

# 全筑股份 (603030)

证券研究报告

2018年01月18日

## 订单快速增长，定制精装业务显亮点

公司近日发布2017年第四季度经营情况简报，公司2017年全年新签合同金额77.61亿元，较2016年同增91.8%；新签流转中合同金额5.19亿元，累计已签待实施合同金额76.36亿元。点评如下。

### 新签合同额快速增长，定制精装业务成有望成业绩增长新动力

公司四季度单季新签合同额23.98亿元，占2017年全年的30.9%，订单获取速度明显加快；待实施合同金额从第三季度的71.02亿元增加5.34亿元至76.36亿元，是2016年营收的2.29倍，订单保障比高，未来业绩可持续性较强。2017年累计新签合同构成中，44.96亿元为住宅全装修，占比57.9%。全装修符合政府、业主、开发商等各方利益，未来市场容量有望进一步扩大，作为全装修领域的领军企业，公司将享受行业扩张的红利。2017年新签公装订单14.52亿元，尤其是四季度单季新签6.34亿元，占全年公装合同额的43.7%。我们认为在消费升级浪潮下，随着以酒店、商业综合体为代表的公装更新迭代速度的加快，公装市场短期或面临改善。

历时三年研发和市场实践，公司于10月底发布了全筑定制精装产品，借用“整车+选配”的购买理念，实现可定制、可选配、可变化、可控制的定制精装服务，重点发展以楼盘为入口、直接面向C端的消费级业务。凭借在全装修领域的良好口碑和精准的市场定位，公司定制精装业务迅速“小有成就”，四季度新签定制精装合同额12.43亿元，占2017年新签合同额的16%。快速增长的定制精装业务有望成为公司业绩增长的新引擎。

### 资质平移全筑装饰，组织架构重构基本完成利好长远发展

公司近日已将全筑集团拥有的施工资质平移至全资子公司全筑装饰，结合之前设立的子公司上海全筑建筑装饰设计，基本完成了对公司建筑装饰业务的重新规划和调整；在更加合理、科学、清晰的组织架构下，母公司未来将致力于公司顶层发展策略的制定，有望更精准的把握市场动向，有利于公司长期健康稳定的发展。

### 大客户战略水到渠成，享受地产行业集中度提升的红利

目前房地产行业集中度快速提升，资源向龙头集中，大房企越来越大，小房企遭到挤压。公司已与包括恒大、复地、绿地、绿城等大型房企建立了稳定良好的合作伙伴关系，有望带动公司全装修订单的增长；同时大型房企抗风险能力强，资金充足付款及时，公司未来大概率将能保持较好的成长性。

### 投资建议

公司四季度新签合同额快速增长，待施工订单充足；定制精装业务快速崛起有望带给公司增长新动力；组织架构重构已基本完成利好长远发展；大客户战略开花结果享受地产集中度提升红利。我们预计公司2017~2019年EPS为0.29、0.39、0.51元/股，对应PE为30、22、17倍，维持“买入”评级。  
**风险提示：房地产投资增速持续下行，订单转化不及预期**

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,184.93	3,335.89	4,774.91	6,748.26	9,543.27
增长率(%)	20.59	52.68	43.14	41.33	41.42
EBITDA(百万元)	124.20	127.60	216.56	294.06	399.40
净利润(百万元)	82.53	100.39	155.32	207.81	272.95
增长率(%)	10.03	21.64	54.72	33.79	31.35
EPS(元/股)	0.15	0.19	0.29	0.39	0.51
市盈率(P/E)	55.47	45.60	29.48	22.03	16.77
市净率(P/B)	5.39	3.20	2.88	2.54	2.21
市销率(P/S)	2.10	1.37	0.96	0.68	0.48
EV/EBITDA	48.94	42.66	22.48	18.31	14.84

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	8.50元
目标价格	11.92元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	538.61
流通A股股本(百万股)	245.15
A股总市值(百万元)	4,578.22
流通A股市值(百万元)	2,083.77
每股净资产(元)	2.81
资产负债率(%)	70.48
一年内最高/最低(元)	33.74/7.44

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

**陈航杰** 联系人  
chenhangjie@tfzq.com

**肖文劲** 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《全筑股份-公司点评:智能装饰施工机器人崭露头角，深入探索装饰行业工业4.0发展》2017-11-17
- 《全筑股份-季报点评:订单收入保障倍数较高，净利润增速超出预期》2017-10-27
- 《全筑股份-公司深度研究:全装修业务稳定，定制精装发力，并购与股权激励助力企业发展》2017-09-01

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	220.07	577.49	716.24	1,012.24	1,431.49
应收账款	1,208.15	1,897.03	2,634.13	3,927.48	5,610.71
预付账款	27.55	59.34	67.56	116.46	151.33
存货	138.74	414.67	393.60	778.44	927.12
其他	323.08	443.24	660.37	806.85	1,315.20
<b>流动资产合计</b>	<b>1,917.58</b>	<b>3,391.77</b>	<b>4,471.90</b>	<b>6,641.47</b>	<b>9,435.85</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7.29	458.28	523.77	566.67	563.84
在建工程	419.14	2.98	32.18	19.31	11.58
无形资产	38.34	40.57	38.22	35.87	33.52
其他	32.30	62.68	43.97	42.66	46.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>497.07</b>	<b>564.51</b>	<b>638.14</b>	<b>664.51</b>	<b>655.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,414.66</b>	<b>3,956.27</b>	<b>5,110.04</b>	<b>7,305.97</b>	<b>10,090.93</b>
短期借款	305.09	603.70	885.41	1,550.60	2,355.88
应付账款	901.35	1,413.47	1,967.42	2,935.10	4,199.03
其他	274.23	417.18	510.18	722.30	1,002.54
<b>流动负债合计</b>	<b>1,480.67</b>	<b>2,434.35</b>	<b>3,363.00</b>	<b>5,208.00</b>	<b>7,557.46</b>
长期借款	67.16	73.59	133.02	284.80	461.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>67.16</b>	<b>73.59</b>	<b>133.02</b>	<b>284.80</b>	<b>461.73</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,547.83</b>	<b>2,507.93</b>	<b>3,496.02</b>	<b>5,492.80</b>	<b>8,019.19</b>
少数股东权益	17.56	17.97	21.84	13.20	(1.19)
股本	160.00	177.36	538.66	538.66	538.66
资本公积	342.51	815.36	815.36	815.36	815.36
留存收益	689.27	1,252.90	1,053.50	1,261.31	1,534.26
其他	(342.51)	(815.25)	(815.36)	(815.36)	(815.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>866.82</b>	<b>1,448.34</b>	<b>1,614.01</b>	<b>1,813.17</b>	<b>2,071.74</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,414.66</b>	<b>3,956.27</b>	<b>5,110.04</b>	<b>7,305.97</b>	<b>10,090.93</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	81.98	91.44	155.32	207.81	272.95
折旧摊销	7.51	22.02	8.31	12.32	12.90
财务费用	20.86	31.61	54.96	60.55	97.00
投资损失	(0.36)	(0.37)	(0.41)	(0.45)	(0.52)
营运资金变动	(140.63)	(580.86)	(272.50)	(694.91)	(833.86)
其它	25.97	145.68	(3.88)	(8.65)	(14.38)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(4.68)</b>	<b>(290.48)</b>	<b>(58.19)</b>	<b>(423.33)</b>	<b>(465.91)</b>
资本支出	356.30	56.97	100.65	40.00	(0.00)
长期投资	(1.62)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(726.44)	(237.98)	(200.89)	(79.55)	0.52
<b>投资活动现金流</b>	<b>(371.76)</b>	<b>(181.01)</b>	<b>(100.24)</b>	<b>(39.55)</b>	<b>0.52</b>
债权融资	385.13	689.24	1,027.14	1,846.58	2,828.23
股权融资	336.27	461.20	(48.48)	(60.55)	(97.00)
其他	(320.11)	(386.54)	(681.48)	(1,027.14)	(1,846.58)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>401.29</b>	<b>763.90</b>	<b>297.18</b>	<b>758.88</b>	<b>884.65</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>24.85</b>	<b>292.41</b>	<b>138.74</b>	<b>296.00</b>	<b>419.25</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,184.93</b>	<b>3,335.89</b>	<b>4,774.91</b>	<b>6,748.26</b>	<b>9,543.27</b>
营业成本	1,889.03	2,994.43	4,290.01	6,071.17	8,594.96
营业税金及附加	72.01	17.63	14.32	20.24	28.63
营业费用	22.30	39.22	55.87	82.90	123.10
管理费用	52.08	98.00	161.87	240.20	356.68
财务费用	18.68	29.11	54.96	60.55	97.00
资产减值损失	30.65	79.31	45.00	52.45	53.91
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.36	0.37	0.41	0.45	0.52
其他	(0.72)	(0.75)	(0.82)	(0.90)	(1.04)
<b>营业利润</b>	<b>100.55</b>	<b>78.57</b>	<b>153.29</b>	<b>221.19</b>	<b>289.50</b>
营业外收入	10.02	35.46	35.46	26.98	32.63
营业外支出	2.02	0.17	0.17	0.17	0.17
<b>利润总额</b>	<b>108.55</b>	<b>113.86</b>	<b>188.58</b>	<b>247.99</b>	<b>321.96</b>
所得税	26.57	22.42	37.13	48.83	63.39
<b>净利润</b>	<b>81.98</b>	<b>91.44</b>	<b>151.44</b>	<b>199.16</b>	<b>258.56</b>
少数股东损益	(0.55)	(8.95)	(3.88)	(8.65)	(14.38)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>82.53</b>	<b>100.39</b>	<b>155.32</b>	<b>207.81</b>	<b>272.95</b>
每股收益(元)	0.15	0.19	0.29	0.39	0.51

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.59%	52.68%	43.14%	41.33%	41.42%
营业利润	4.23%	-21.85%	95.09%	44.29%	30.88%
归属于母公司净利润	10.03%	21.64%	54.72%	33.79%	31.35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.54%	10.24%	10.16%	10.03%	9.94%
净利率	3.78%	3.01%	3.25%	3.08%	2.86%
ROE	9.72%	7.02%	9.76%	11.55%	13.17%
ROIC	17.00%	8.65%	11.17%	12.03%	11.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.10%	63.39%	68.41%	75.18%	79.47%
净负债率	79.78%	65.08%	76.90%	96.66%	127.14%
流动比率	1.30	1.39	1.33	1.28	1.25
速动比率	1.20	1.22	1.21	1.13	1.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.99	2.15	2.11	2.06	2.00
存货周转率	17.30	12.06	11.82	11.52	11.19
总资产周转率	1.08	1.05	1.05	1.09	1.10
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.15	0.19	0.29	0.39	0.51
每股经营现金流	-0.01	-0.54	-0.11	-0.79	-0.87
每股净资产	1.58	2.66	2.96	3.34	3.85
<b>估值比率</b>					
市盈率	55.47	45.60	29.48	22.03	16.77
市净率	5.39	3.20	2.88	2.54	2.21
EV/EBITDA	48.94	42.66	22.48	18.31	14.84
EV/EBIT	50.98	50.55	23.37	19.11	15.34

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com